



Nebbie estive

Nonostante la svolta accomodante e preventiva delle Banche Centrali, lo scenario resta incerto e la visibilità scarsa. Pertanto, in attesa di vedere in concreto gli effetti delle politiche monetarie e gli sviluppi delle negoziazioni commerciali tra Usa e Cina, manteniamo un approccio prudente.

L'epoca dei tassi bassi sembra destinata a durare più del previsto. **Nell'ultimo mese le principali Banche Centrali sono rimaste il driver principale dei mercati, rafforzando il loro atteggiamento espansivo e preventivo** a causa del riacutizzarsi delle tensioni commerciali e di un'inflazione la cui crescita resta debole sia in Europa che negli Stati Uniti. Questo contesto ha favorito il proseguimento di un'intonazione positiva dei mercati azionari, se pur con meno slancio rispetto alla prima parte dell'anno.

Prima è stata la volta della **Banca Centrale Europea** che, in occasione della riunione del 25 luglio, ha ufficializzato che lascerà i tassi di interesse di riferimento a livelli pari (il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento

principali è allo 0) o inferiori a quelli attuali fino "almeno alla prima metà del 2020 e comunque per tutto il periodo di tempo necessario" per rimettere in carreggiata l'inflazione europea attualmente troppo bassa.

L'Autorità monetaria ha dichiarato, a proposito, di essere "determinata ad agire se le prospettive d'inflazione nel medio termine continueranno ad essere inferiori all'obiettivo" del 2%. Pertanto, il Consiglio è pronto a scendere in campo con altre misure di supporto all'inflazione. Ha quindi "dato mandato ai relativi comitati dell'Eurosistema di esaminare le opzioni" sul tavolo. Fra queste rientrano strumenti per rafforzare la cosiddetta *forward guidance* - cioè le indicazioni sulle future traiettorie dei tassi - e strumenti che consentano di tutelare

Grafico 1

Tassi Federal Reserve (in %)



Fonte: elaborazione ANIMA su dati Bloomberg.

le banche dagli effetti dannosi dei tassi negativi. Ma la grande novità è che il **Governatore Mario Draghi ha aperto alla possibilità di un nuovo piano di Quantitative Easing**. Questa misura, però, è probabilmente un'eredità che sarà lasciata al successore di Draghi, il cui mandato terminerà il 31 ottobre 2019. Gli succederà Christine Lagarde, attualmente alla guida del Fondo Monetario Internazionale (la cui nomina è stata ratificata dal Consiglio europeo).

Ancora più alte aspettative vi erano per la riunione del Fomc della Federal Reserve, a maggior ragione dopo che il Presidente Powell, durante la sua recente testimonianza al Congresso, aveva consolidato l'aspettativa di un taglio dei tassi in occasione della riunione dello scorso 31 luglio. **Tutto o quasi è andato come da programma, in quanto la Fed, per la prima volta dalla grande crisi finanziaria e recessione del 2008, dopo più di dieci anni, è intervenuta per tagliare i tassi di 25 punti base** (si veda il **Grafico 1**), portandoli così nella forchetta tra il 2% e il 2,25%.

Powell ha spiegato che la Fed "agirà in modo appropriato per sostenere l'espansione", dato che l'economia appare solida, se pur con crescita "moderata", occupazione "robusta" e un'inflazione "vicina all'obiettivo simmetrico del 2%" ma di voler avviare comunque una mossa preventiva alla luce dell'incremento delle "incertezze", causate principalmente dalla situazione internazionale legata all'indebolimento del settore manifatturiero, oltre che "dalle deboli pressioni inflazionistiche". Tuttavia, Powell ha dichiarato che potrebbe non essere l'inizio di una lunga serie di tagli dei tassi, ma piuttosto un "aggiustamento", precisando che si tratta di un'autentica polizza di "assicurazione contro

eventuali rischi al ribasso". Inoltre, lo stimolo monetario è stato potenziato con la decisione di interrompere ad agosto, con due mesi di anticipo, il processo di riduzione del bilancio, che si attesterà a circa 3.800 miliardi di dollari.

Sul fronte della guerra commerciale, invece, la nebbia è ancora fitta e non si vedono schiarite all'orizzonte. Anzi. Al termine dell'ultimo incontro negoziale tra Stati Uniti e Cina con l'ennesimo nulla di fatto, Trump è riuscito ancora una volta a sorprendere i mercati con un colpo di scena agostano: il presidente americano ha comunicato che altri circa 300 miliardi di dollari di importazioni dalla Cina saranno oggetto di dazi del 10% a partire dal 1° settembre. Questi vanno ad aggiungersi ai 250 miliardi di importazioni già sottoposti a tariffe del 25%, comportando di fatto che l'intero ammontare del *made in China* in arrivo negli Usa potrebbe essere soggetto a dazi. L'incertezza, come dimostrano gli ultimi eventi, rimane elevata e sono molti ancora gli elementi di criticità, che rendono difficile stabilire modalità e tempistiche con cui queste negoziazioni potrebbero chiudersi. Pertanto, l'incertezza geopolitica si è tradotta in una fiducia delle imprese, soprattutto nel settore manifatturiero, in continua contrazione: in base ai dati degli ultimi mesi l'indice globale di fiducia delle imprese manifatturiere ha registrato 17 mesi su 18 di calo. A riprova, appunto, del fatto che le imprese stanno mettendo il freno a quella che è la loro attività soprattutto sul fronte degli investimenti e dei flussi commerciali. Bisognerà quindi

Grafico 2

Spread Btp verso Bund 10 anni (punti base)



Fonte: elaborazione ANIMA su dati Bloomberg

valutare se questa debolezza del settore manifatturiero si potrà tradurre in un effetto contagio sul resto dell'economia.

Inoltre, sul piano internazionale, a spaventare gli investitori, è tornata anche la possibilità, sempre più vicina, di una Hard Brexit, dopo che il neo primo ministro, Boris Johnson, successore di Theresa May, ha confermato di prepararsi ad uscire dall'Unione europea con o senza un accordo, uno scenario che crea molta incertezza sul futuro del Regno Unito.

Pertanto, nonostante le Banche Centrali abbiano confermato l'intenzione di agire in modo preventivo, lo scenario rimane incerto. Si mantiene, perciò, **un approccio volto al contenimento dei rischi e focalizzato sulla ricerca di opportunità in maniera tattica e selettiva.**

Mercati obbligazionari e valute

Cautela sui titoli di Stato domestici dopo il rally.

Lo scenario per il mondo obbligazionario resta sfidante, basti pensare che ci sono circa 13mila miliardi di obbligazioni con rendimenti negativi. Spostando in avanti le attese di rialzo dei tassi, infatti, le Banche centrali hanno determinato un calo significativo dei rendimenti su diverse scadenze.

Se è vero, pertanto, che ci troviamo nel mezzo di un ciclo accomodante globale da parte delle Banche Centrali (*Global Easing Cycle*), è anche vero che i mercati obbligazionari hanno scontato delle politiche monetarie molto aggressive per i prossimi trimestri, addirittura più di quanto le stesse autorità monetarie non abbiano comunicato, segno che permangono timori legati all'andamento della crescita e dell'inflazione.

Occorrerà quindi aspettare per valutare l'impatto delle nuove politiche monetarie più espansive e non si può quindi escludere che ci possa essere spazio per un'eventuale delusione da parte degli investitori con un conseguente incremento della volatilità sul mercato obbligazionario.

Di qui **sui titoli di Stato dei Paesi Sviluppati così come sulle obbligazioni societarie viene mantenuto un approccio cauto e particolarmente selettivo**; le prospettive di rendimento delle emissioni Investment Grade si sono ulteriormente ridimensionate e il rischio liquidità dei titoli HighYield non è trascurabile.

La **cautela viene confermata anche sui titoli di Stato italiani**: la ricerca di rendimento continua ad offrire supporto (**Grafico 2**) - nell'ultimo mese le obbligazioni governative domestiche si sono unite al rally delle asset class più rischiose - ma lo scenario politico resta incerto e il quadro potrebbe complicarsi da settembre

in poi, quando comincerà l'iter di definizione della legge di bilancio 2020. Viene mantenuta anche **una duration contenuta, seppure solo a livello tattico.**

Il giudizio sulle obbligazioni emergenti passa da neutrale a positivo. Nonostante la discesa dei rendimenti registrata da inizio anno sia già stata significativa, lo spread contro i titoli di Stato americani si mantiene comunque su livelli generosi (si veda sotto il **Grafico 3**).

In un contesto caratterizzato da scarsa visibilità riteniamo che **il tema della ricerca di rendimento continuerà a guidare i mercati e pensiamo che gli investitori continueranno a privilegiare questa asset class, considerando il premio interessante offerto dalle obbligazioni emergenti.**

Per quanto riguarda le valute emergenti, **la scelta è di preferire le valute dei Paesi con tassi reali positivi e Banche Centrali impegnate a difenderli, quali Russia, Brasile e Messico.** Inoltre, restano **invariati i giudizi sulle principali divise**: neutrale su yen e sterlina, negativo sul dollaro pur con aspettativa di direzionalità limitata.

Mercati azionari

Europa: focus sulle trimestrali.

La view sui mercati azionari, compresi quelli europei, si conferma neutrale, in attesa dei prossimi sviluppi riguardanti politiche monetarie, contesto geopolitico ed andamento degli utili societari.

L'esposizione direzionale al mercato è gestita tatticamente, mentre nella selezione dei singoli titoli sono privilegiate le società con fondamentali solidi, valutazioni

Grafico 3

Spread obbligazioni emergenti verso titoli di Stato americani (punti base)



Fonte: elaborazione ANIMA su dati Bloomberg.

appetibili e scarsa esposizione al rischio geopolitico. In particolare, nelle ultime settimane, **l'attenzione degli investitori si è spostata dai dati macro agli utili aziendali relativi al II trimestre del 2019**. A partire dalla fine del mese di maggio si è registrata, infatti, **una revisione al ribasso delle stime di crescita degli utili e in modo abbastanza generalizzato per aree geografiche e mercati**.

Questo contesto è riconducibile principalmente alle tensioni commerciali. Infatti si è notato come il numero di società che hanno riportato negativamente sia aumentato in modo esponenziale e per lo più siano riconducibili ai settori ciclici. In particolare, i comparti contraddistinti dalla revisione delle stime più significativa sono quelli delle materie prime, energetico, dei consumi discrezionali, accomunati dal fatto di essere stati penalizzati, in qualche modo, dalla guerra delle tariffe. In pratica, mancanza di visibilità e incertezza hanno portato ad un rallentamento dei volumi delle vendite e in qualche caso anche ad una compressione dei margini. **Del resto, proprio per l'impatto della guerra dei dazi, le economie europee sono in affanno**. Tra aprile e luglio, in base alle stime preliminari di Eurostat, il Pil nei 19 Paesi dell'Euro ha visto un incremento nell'ordine dello 0,2% rispetto al I trimestre, in calo rispetto ai primi tre mesi di quest'anno quando si viaggiava a quota 0,4%. La maglia rosa va all'economia spagnola - il Pil è cresciuto dello 0,5% su base trimestrale - se pur con il passo più lento rispetto agli ultimi cinque anni. Da un punto di vista settoriale, all'interno dei portafogli dei fondi che puntano sulle Borse europee, la view è positiva su information technology, assicurativo e alimenti e bevande (food & beverage). Giudizio neutrale sull'healthcare e negativo su quello automobilistico e industriale.

Italia: a sconto relativo rispetto all'Europa.

Il mercato azionario italiano è a sensibile sconto rispetto al mercato europeo, con un rapporto prezzo/utili per l'indice Ftse Mib pari a 10,4 rispetto al 13,4 dell'Euro Stoxx. Questo sconto relativo, vicino al 25%, appare tra i più alti registrati nella storia recente, fatta eccezione per il periodo 2011-2012 (fine governo Berlusconi-inizio governo Monti, quando lo spread ha superato anche la soglia dei 500 punti base). Una valutazione relativa a sconto non è di per sé un motivo sufficiente per giustificare ulteriori rialzi, ma rappresenta comunque un elemento di attrattività.

Il posizionamento sul mercato azionario domestico, tuttavia, viene mantenuto neutrale. Rimangono ferme, infatti, le preoccupazioni per l'implementazione della manovra di bilancio 2020, il cui iter ricomincerà a set-

tembre: è difficile conciliare una politica fiscale espansiva con i vincoli europei, che richiedono una traiettoria discendente del rapporto debito/Pil. Anche perché in base alle ultime stime (preliminari) rese note dall'Istat, nei giorni scorsi, per il nostro Paese continua la fase di sostanziale stagnazione, in cui versa dal II trimestre 2018. La crescita del Pil nel primo semestre del 2019 è stata sostanzialmente nulla. In particolare, il Pil è rimasto invariato sia rispetto al I trimestre sia se confrontato con II trimestre del 2018. Si ritiene, però, che l'attuale contesto dei tassi contribuisca ad aumentare i margini di manovra per il governo, riducendo la spesa per gli interessi.

USA: occhi puntati su Fed e guerra commerciale.

Nell'ultimo mese **il mercato azionario americano ha raggiunto nuovi massimi storici, con una performance da inizio anno superiore al 20% e il settore tecnologico si è confermato quello che ha guidato al rialzo**.

La maggior parte dei settori del mercato americano ha subito una notevole revisione delle stime di utili relativi al II trimestre 2019: i settori più colpiti sono stati i materiali di base, gli industriali ed i consumi ciclici. Questo apre la strada a sorprese positive nel corso della stagione degli utili trimestrali ormai in atto. **Il giudizio sul mercato azionario americano viene comunque rinnovato neutrale alla luce dell'incertezza derivante dalla guerra commerciale e dall'eventuale fase di volatilità**, dopo che la Fed, pur aprendo ad altri eventuali tagli dei tassi, al momento si è limitata ad effettuarne uno.

Borse emergenti: fattori pro e contro.

La ripresa degli ultimi due mesi dopo il sell-off di maggio è stata sostenuta dal combinato disposto di Banche Centrali accomodanti e allentamento delle tensioni commerciali a seguito del G20. Come anticipato, il rally è stato più forte sul fronte carry (obbligazioni in valuta locale e in dollari) piuttosto che sul fronte "crescita" (mercati azionari): i mercati obbligazionari, infatti, beneficiano dell'orientamento accomodante delle Banche Centrali e della conseguente ricerca di rendimento da parte degli investitori. Quelli azionari, al contrario, sono frenati da dati deboli dell'attività economica in tutti i Paesi Emergenti, oltre che da rinnovate tensioni geopolitiche. In prospettiva non mancano alcuni elementi di supporto, fra cui il posizionamento scarico che ha dato qualche segnale di inversione. Dall'altra parte, alcuni fattori, invece, continuano a pesare su questi mercati: l'incertezza elevata sull'esito delle negoziazioni commerciali tra USA e Cina che impatta sulla crescita economica (in particolare per quella degli investimenti) e il

rinnovato deprezzamento del Renminbi cinese; tra l'altro, in ambito commerciale, si è aperto un nuovo fronte tra Corea del Sud e Giappone, con quest'ultimo che ha introdotto limitazioni alle esportazioni di prodotti chimici usati nell'industria coreana dei semiconduttori. In Cina, nonostante il rallentamento economico, la situazione non è così negativa da giustificare uno stimolo fiscale di ampia portata, mentre sono probabili interventi di politica monetaria sul tasso di riserva obbligatoria e piccoli aggiustamenti di politica fiscale volti a sostenere i consumi, nell'attesa che i provvedimenti già attuati dispieghino i loro effetti.

Manteniamo, dunque, un'esposizione azionaria di sottopeso, coerentemente con valutazioni non particolarmente attraenti, ma tornate sostanzialmente in linea con le medie storiche.

Giappone: il giudizio viene mantenuto ancora costruttivo.

A livello geografico **manteniamo il sovrappeso sul Giappone** alla luce di valutazioni particolarmente attraenti, posizionamento scarico degli investitori e graduale ma continuo miglioramento della corporate governance.

Le opinioni e il contenuto del documento non costituiscono una raccomandazione, un consiglio o un invito ad effettuare operazioni finanziarie di investimento o di altro tipo. ANIMA non si assume alcuna responsabilità in relazione all'esattezza, completezza e attualità dei dati e delle informazioni riportate in questa pubblicazione, pur prestando la massima attenzione nella sua redazione. ANIMA pertanto declina ogni responsabilità per eventuali errori od omissioni.